



# 行情在犹豫中发展

——2025年四季度股指期货展望

曹有明

从业资格号：F3038998

交易咨询号：Z0013162

2025年10月

投资有风险，入市需谨慎



- **长期的牛市早已开启（发端于2024年初）**
- **驱动这轮牛市的主要逻辑：**
  1. 宏观经济终究将周期性回升，预期改善
  2. 政策支持
  3. 技术进步
  4. 资产配置方向的转变
- **从估值的角度看牛市的三个阶段：**
  1. 信心修复-市场由极度悲观转为中性-在绝望中诞生
  2. 主升浪-慢牛-在犹豫中发展
  3. 疯牛-在疯狂中结束
- **当前的市场：信心修复向主升浪过度的阶段，也可能已经处于主升浪中**
- **具体到四季度，10月份震荡调整，年底仍有可能展开新一轮中线级别的上涨**

# 1. 为什么说本轮牛市诞生于2024年初？



从趋势的定义看，2024年2月完成了熊-牛的转换，这在其他指数上也是如此。

## 2. 牛市的驱动力量

### 一、宏观经济的周期性回升、预期改善

1. 基本面仍不乐观，面临较大的压力
2. 宏观经济也出现了更多的积极信号

### 二、政策支持

1. 宏观经济需要宽松的支持政策
2. 通过股市的上涨，提振信心，带动投资和消费

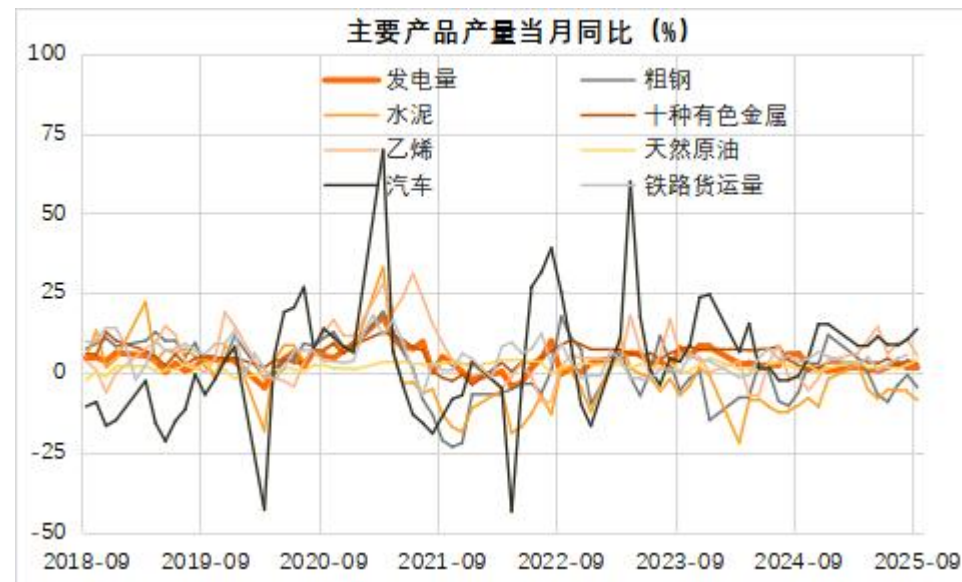
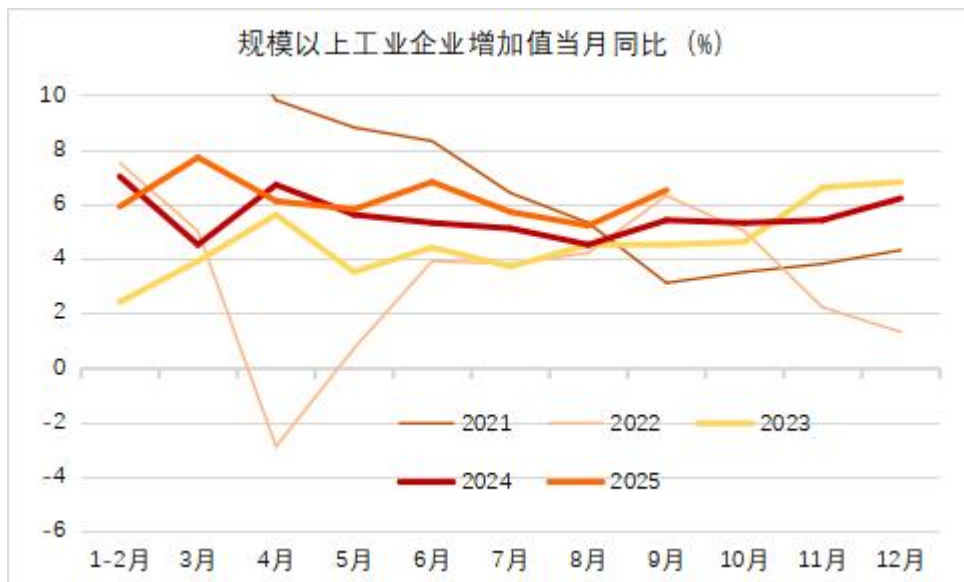
### 三、技术进步

1. 产业链优势叠加关键技术突破

### 四、资产配置方向的转变

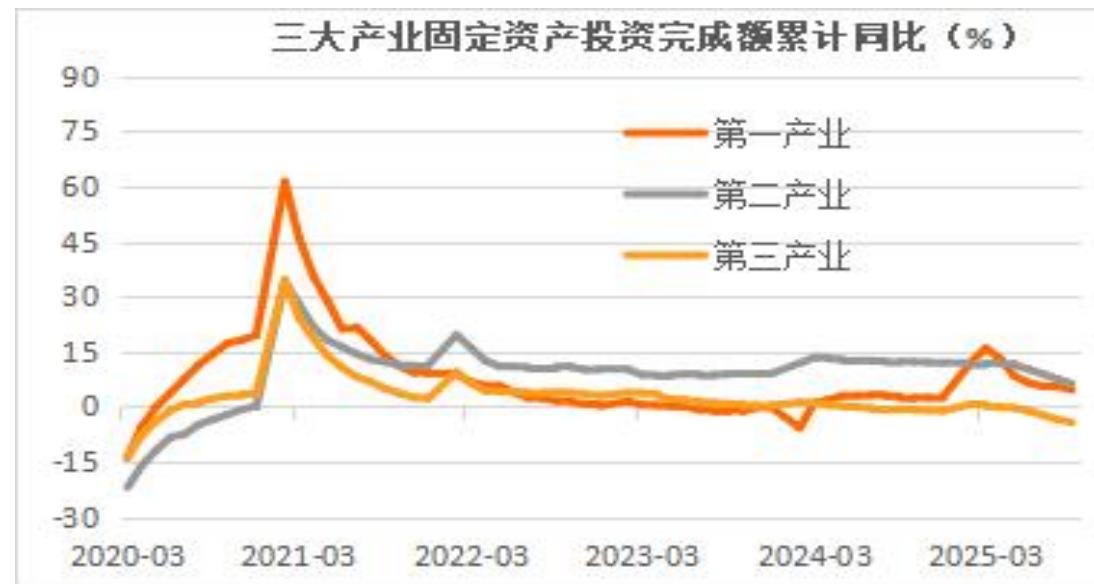
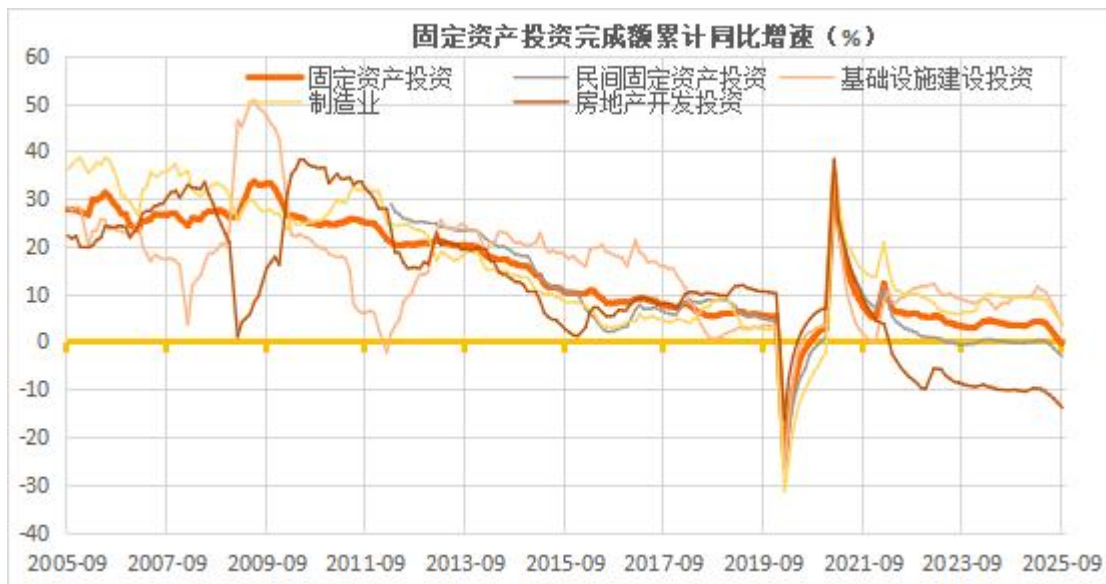
1. 海外资金的流入
2. 居民从房地产转向股市

## 2.1.1 工业增加值增速回升，主要工业品产量增幅维持低位



除了汽车之外，主要工业品产量增速维持在低位。随着消费补贴的退坡，预计明年国内汽车销量的增速会下降，不排除转为负增长的可能。外部环境也非有利，贸易战的负面影响仍存在。

## 2.1.1 固定资产投资增速继续回落



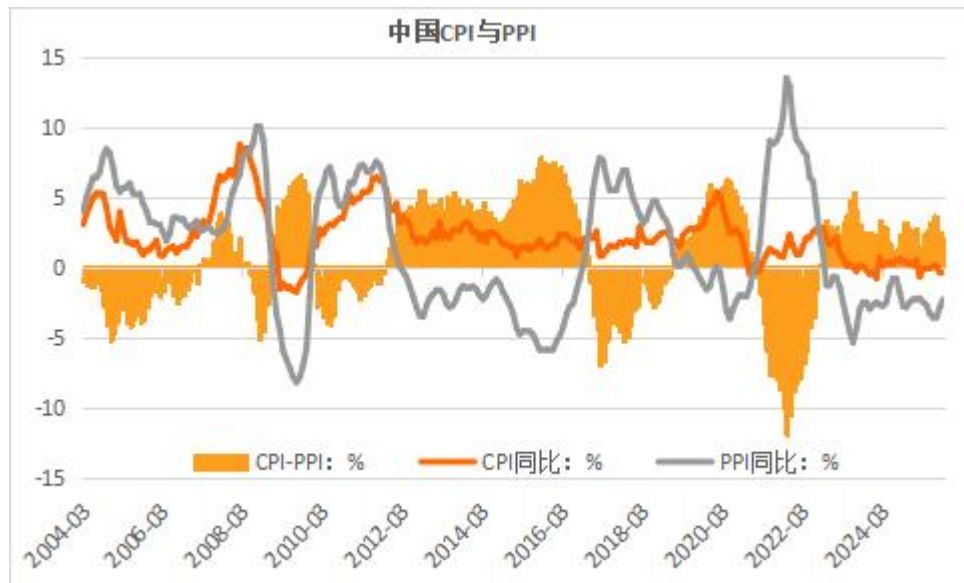
固定资产投资增速回落的趋势加速了，三季度的数据更差，1-9月固定资产投资增速转为负增长。比较差的数据或许意味着近期会有更强有力的政策出台来提振投资。

## 2.1.1 社零总额增速回落，消费者信心低位徘徊

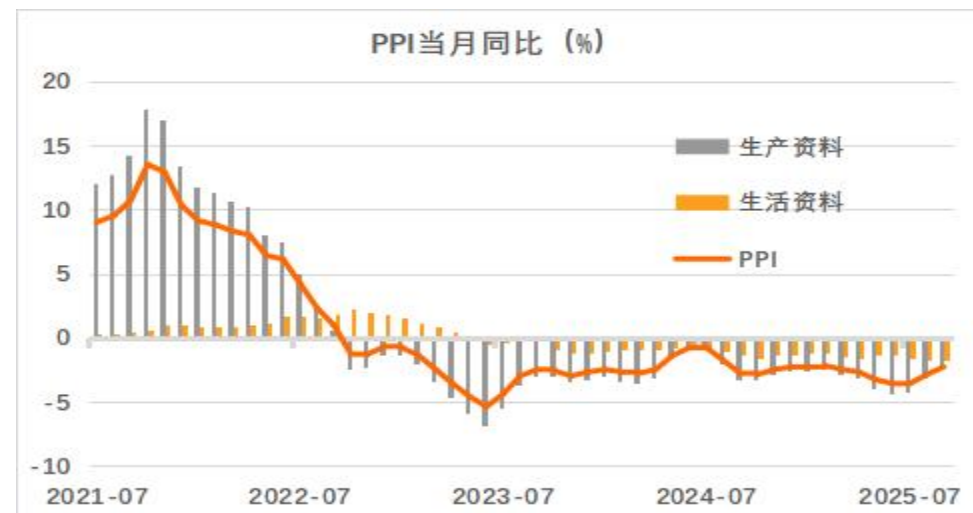
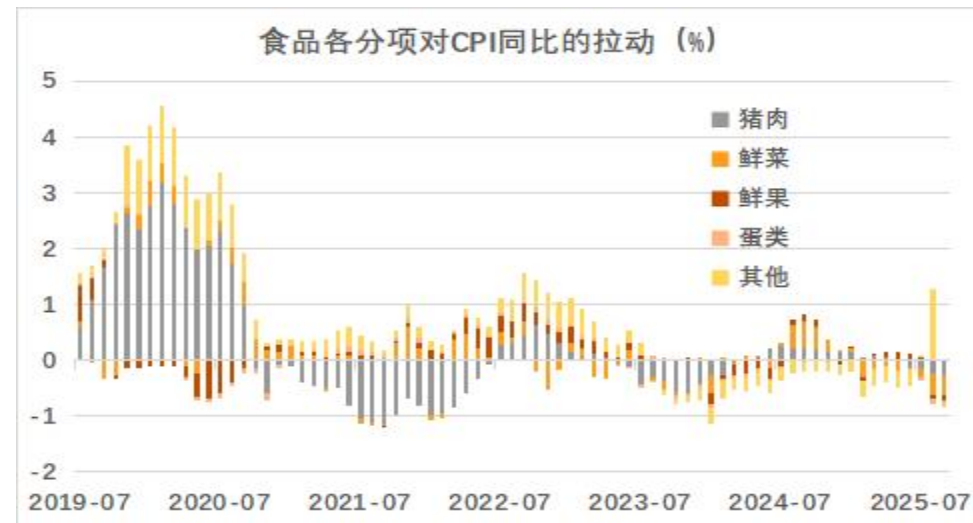


不是消费者不想消费，而是因为：1) 收入及收入的预期转弱；2) 居民杠杆太高了，处于去杠杆状态，居民资产负债表修复需要时间；3) 社保不完善，居民需要进行大量的预防性储蓄；

## 2.1.1 通胀形势持续偏弱



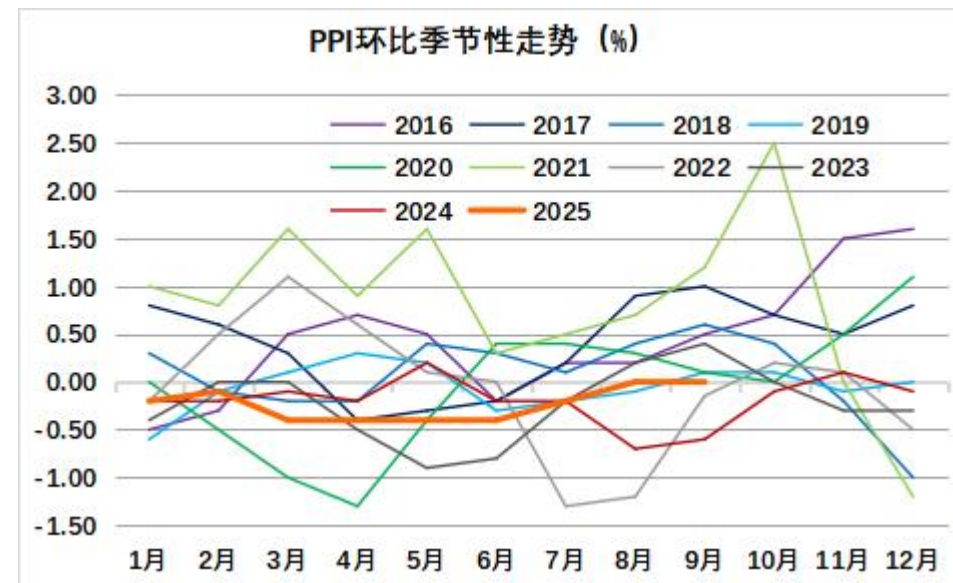
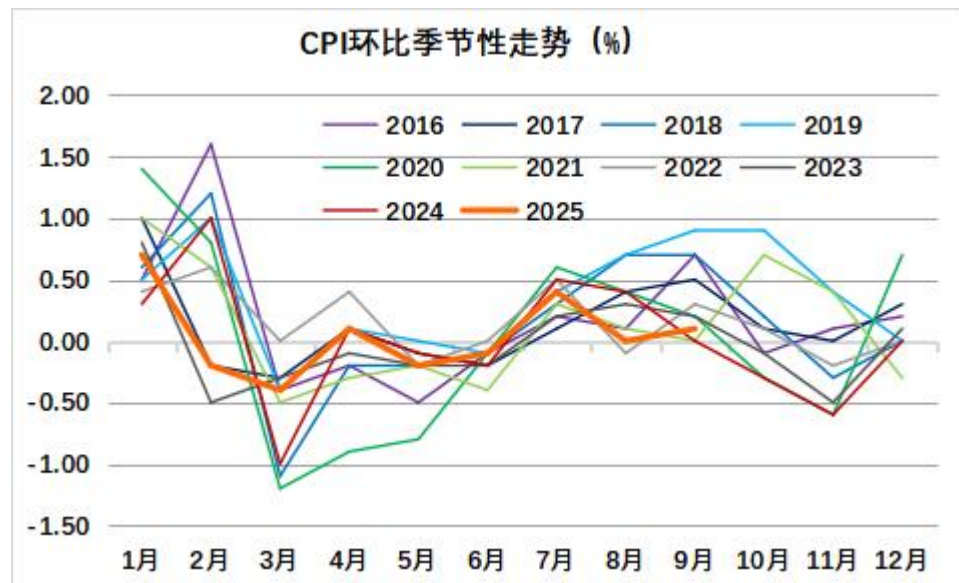
- 一方面，下游商品类消费较差，但类似旅游等服务消费表现好于预期。文化和旅游部发布数据显示，前三季度，国内居民出游人次49.98亿，比上年同期增加7.61亿，同比增长18%；国内居民出游花费4.85万亿元，同比增长11.5%。
- 对于PPI，生产资料价格的下行压力更加明显，未来需要看“反内卷”政策落地能否带动大宗商品价格的企稳（回升）。



投资有风险，入市需谨慎

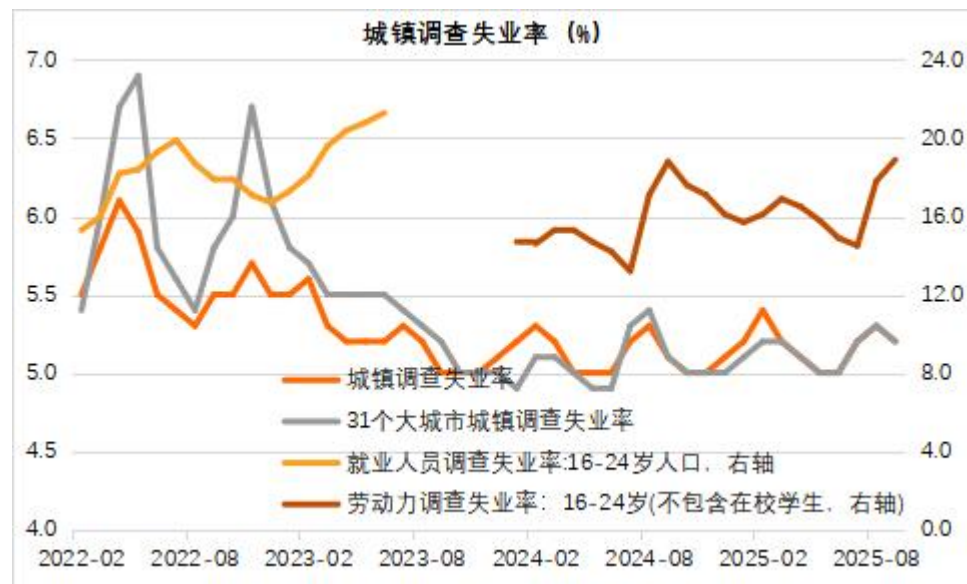
数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

## 2.1.1 CPI和PPI环比均存在回落的压力



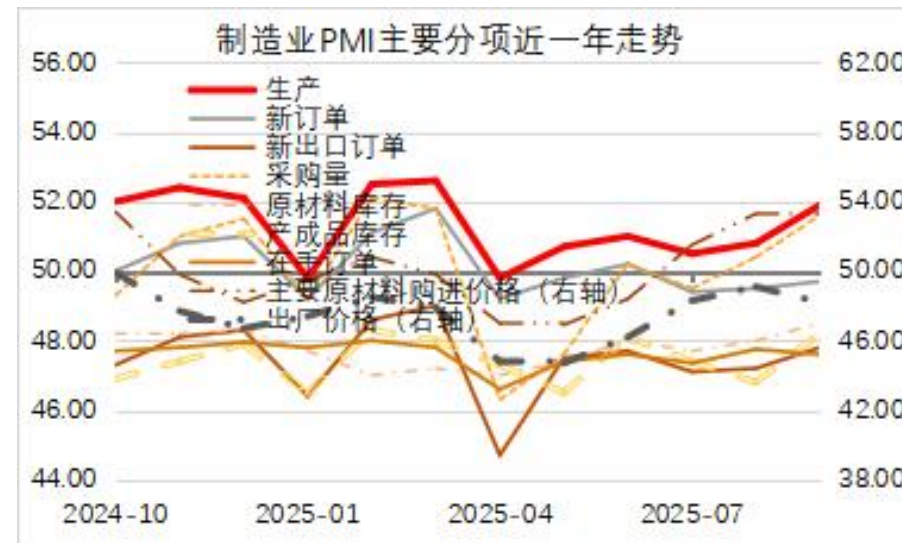
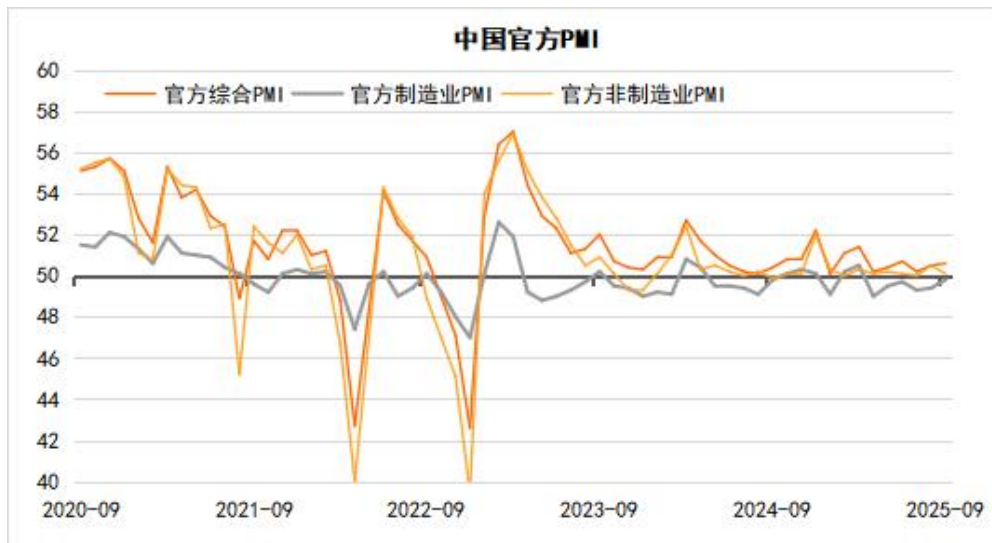
从CPI和PPI的环比季节性规律看，一般在9-10月，CPI和PPI环比达到高峰，随后出现明显的回落，至年底才会有所反弹，然后在春节后继续走弱，类似于生猪价格。

## 2.1.1 失业率季节性回升

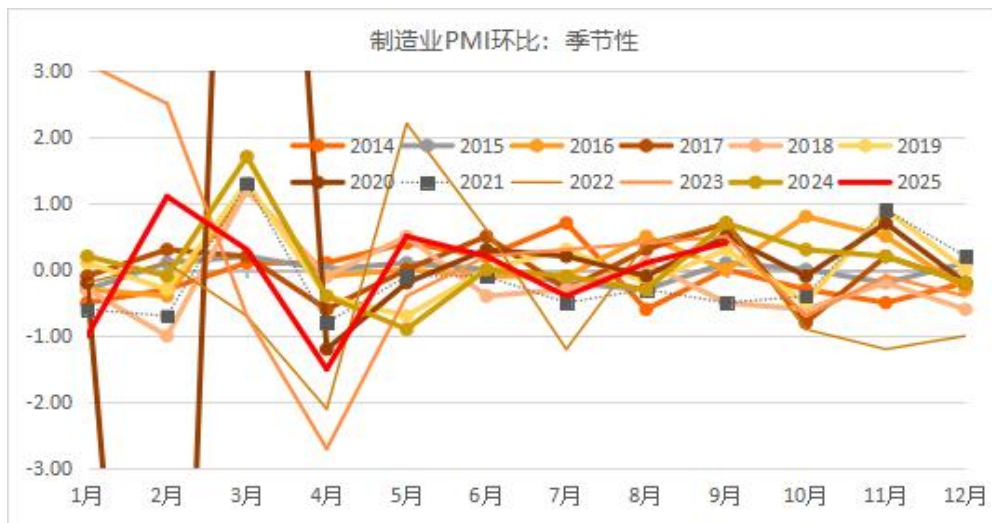


随着大学毕业生进入劳动力市场，失业率出现了季节性的回升，城镇新增就业人数累计同比转平，显示创造就业岗位压力仍大

## 2.1.1 制造业PMI持续偏弱



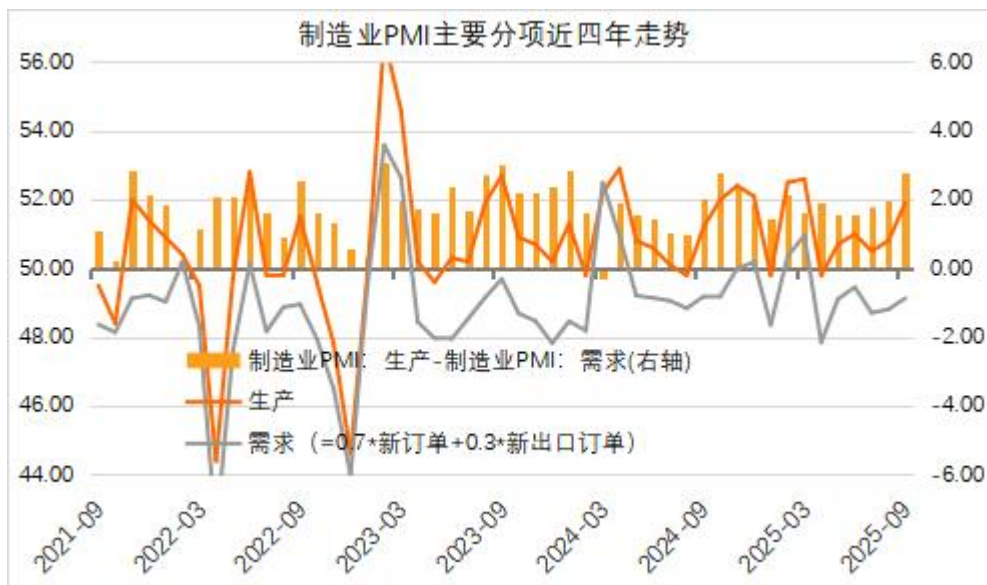
PMI分项中，生产和主要原料购进价格两个分项在荣枯线上方，采购量分项跟随生产分项波动，只是波动区间更大。其他分项均位于荣枯线下方



投资有风险，入市需谨慎

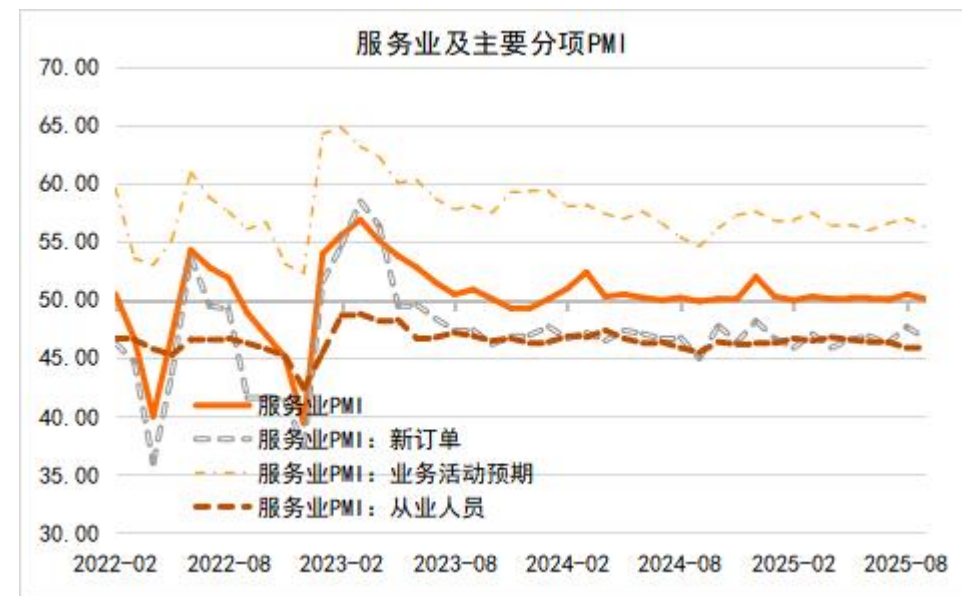
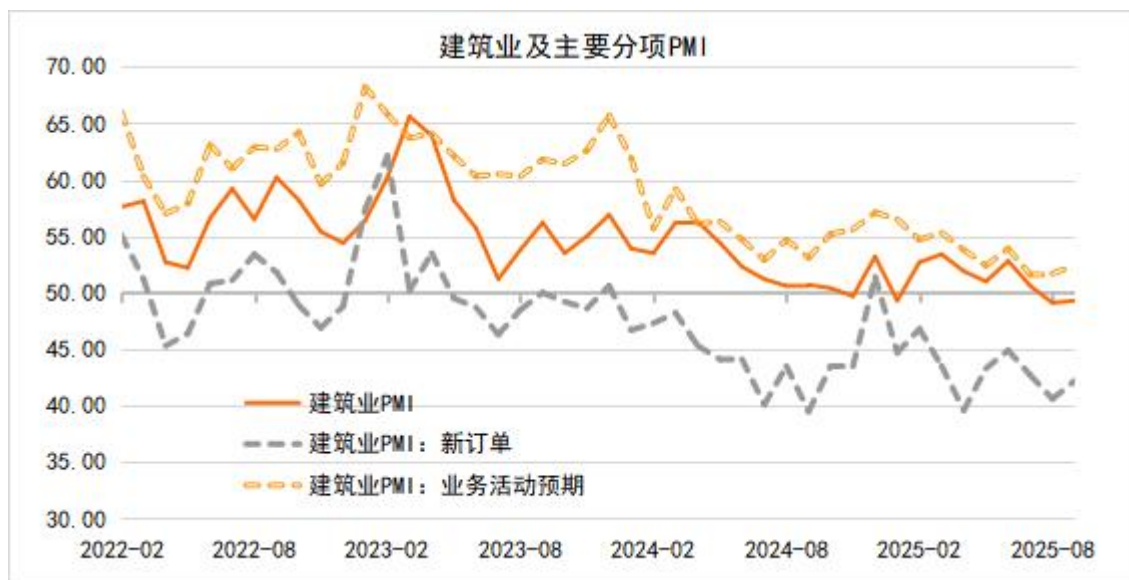
数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

## 2.1.8 生产强而需求弱，库存在增加



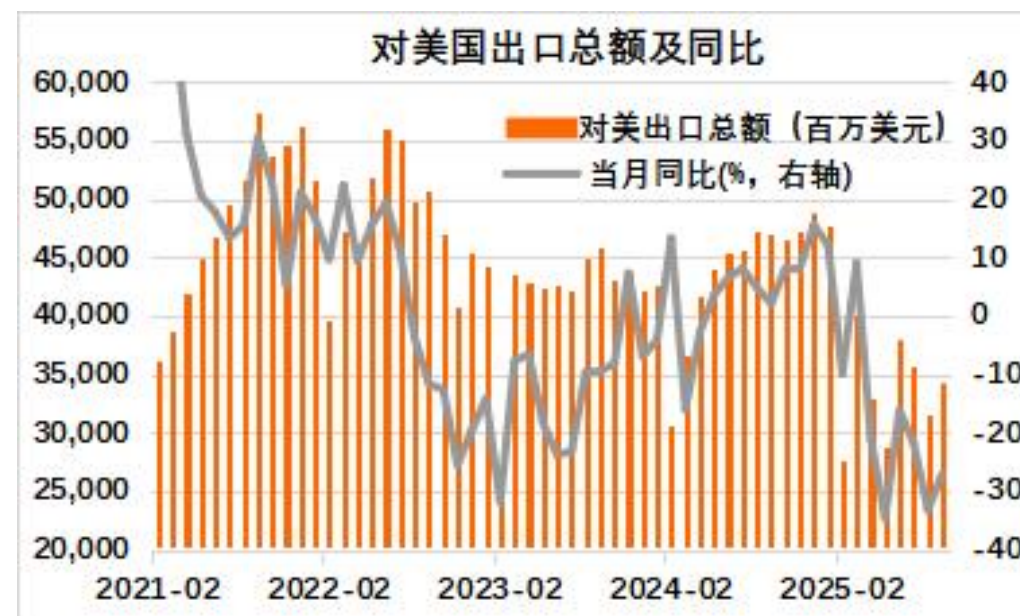
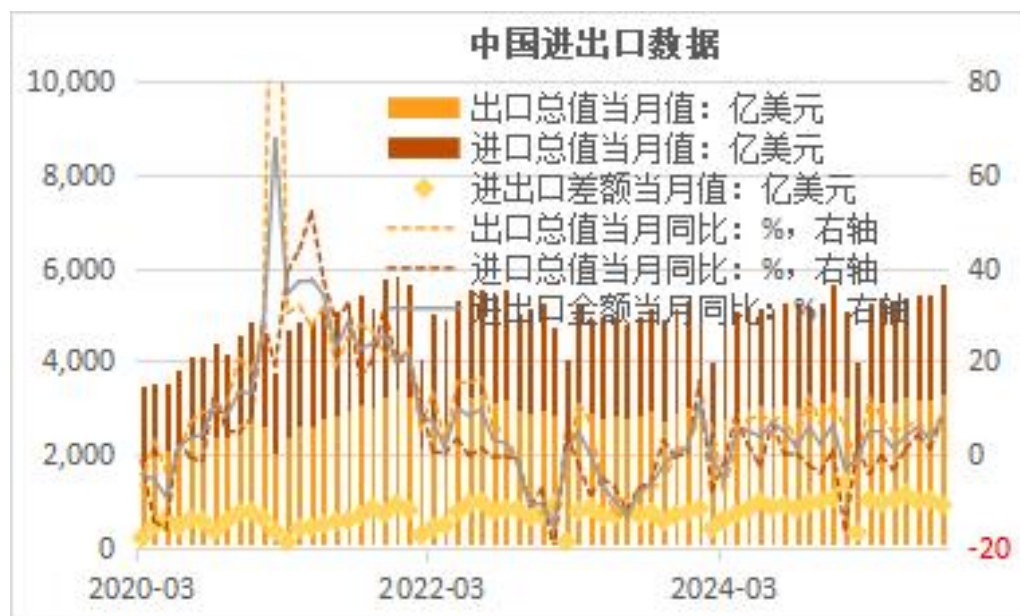
生产明显强于消费，产成品库存在回升，下游的需求更弱造成

## 2.1.9 建筑业及服务业的PMI



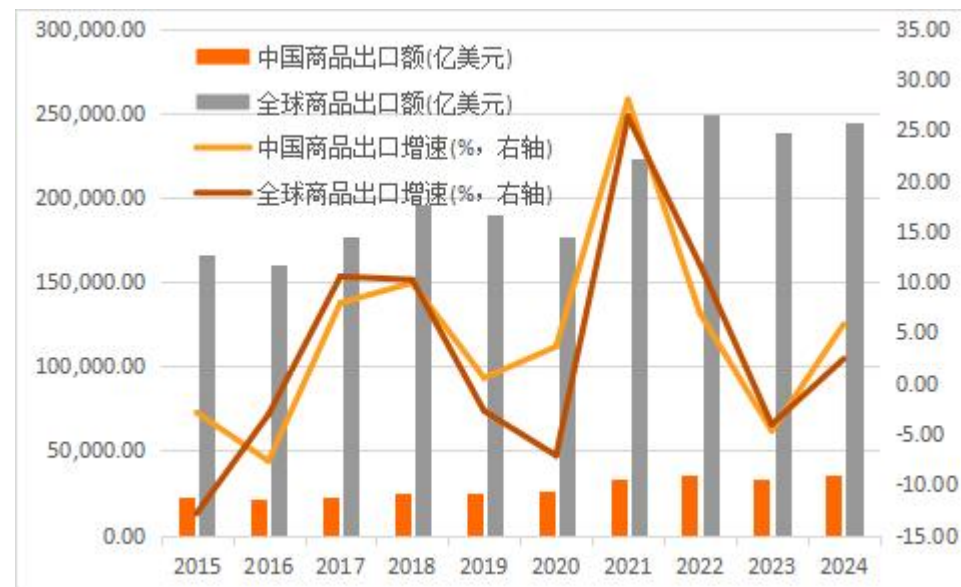
建筑业的PMI及重要分项处于近几年的低位，显示建筑业的低迷。

## 2.1.2 出口相对较好，但对美出口大幅下降



进出口增速好于预期，之前市场的解释是担心贸易战影响抢出口导致，目前对于出口的普遍看法是增速将回落，出口形势转差。特朗普上台后，对美出口增速大幅回落。

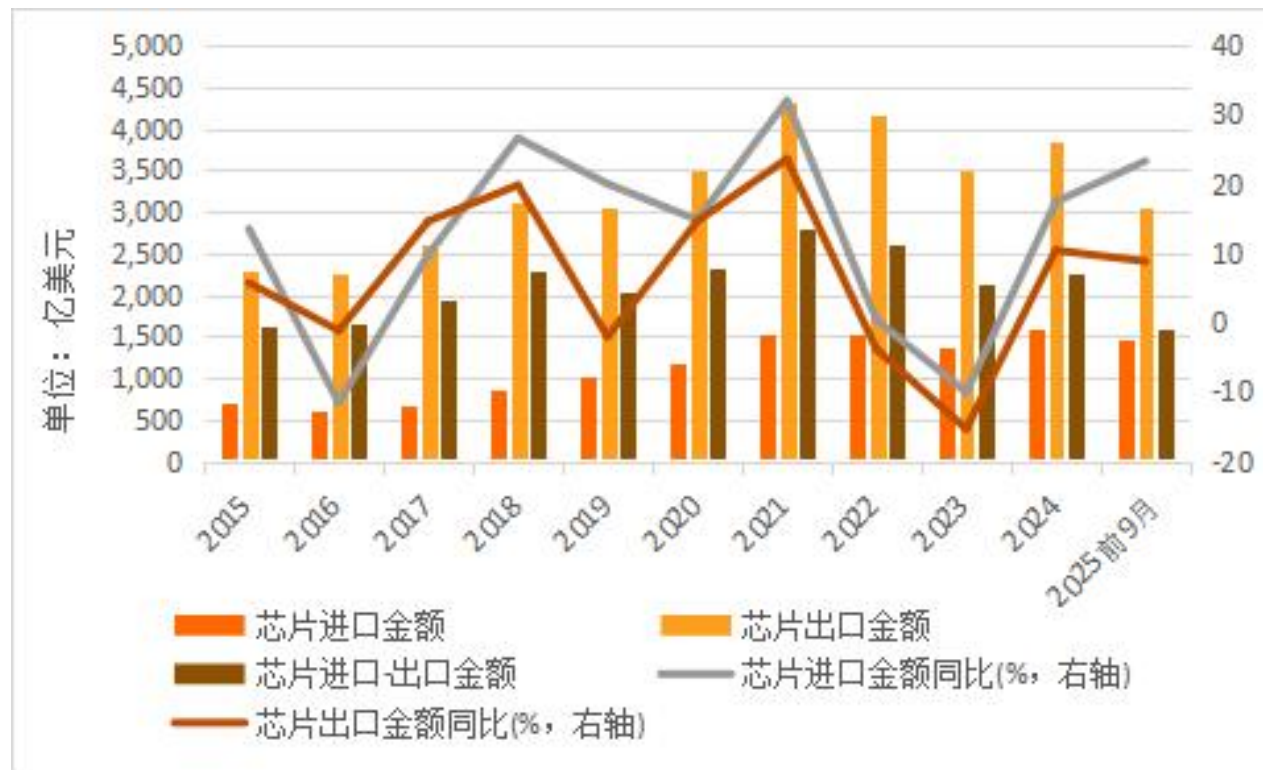
## 2.1.2 中国商品出口额占全球比重增加，凸显中国产业链优势



虽然贸易摩擦愈演愈烈，但中国商品占全球出口的比例整体上在增加，中国商品出口额增速长期是快于全球商品的出口增速。中国产业链优势并没有因为贸易战而削弱，反而是加强了。

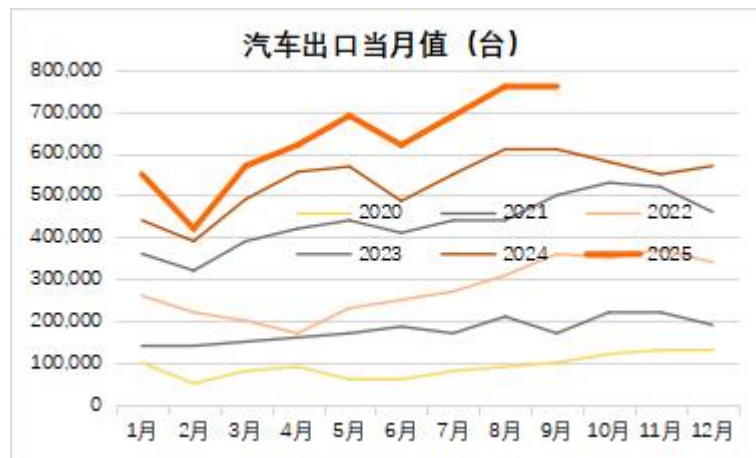
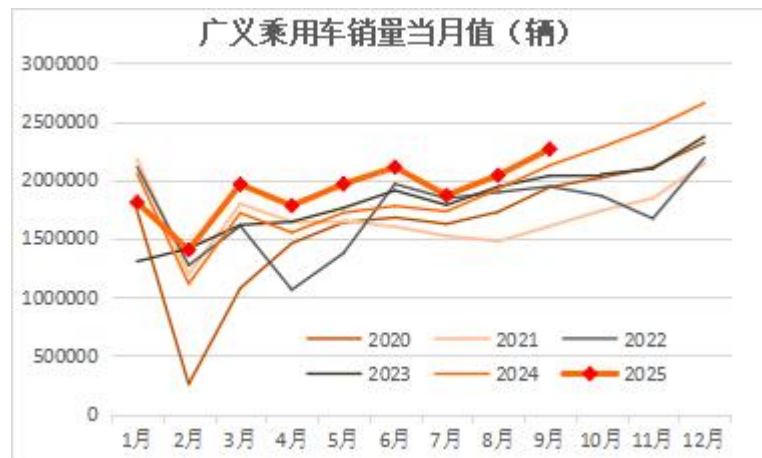
新“新三样”（机器人、人工智能和创新药）这三类产品代表了当前中国产业升级和外贸增长的新动能，正逐步取代此前备受关注的“新三样”（新能源汽车、锂电池、光伏产品）

## 2.1.2 芯片出口逐年增加，芯片进出口逆差逐步收缩。

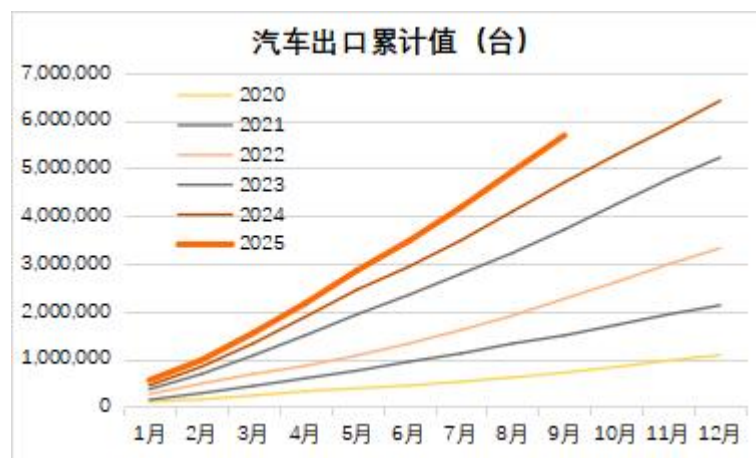
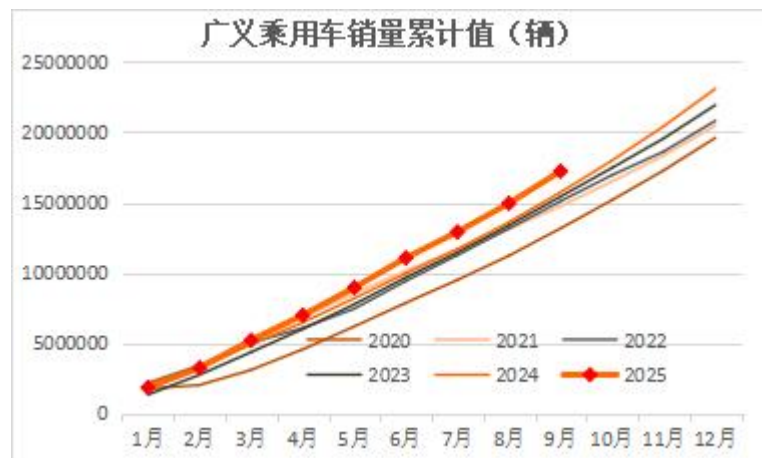


最近几年，芯片进口替代效果初现，芯片出口增速大幅高于芯片进口增速，芯片出口规模逐年增大，芯片进出口差额在2021年达到峰值后回落，预计今年的芯片进出口差额基本维持在去年的水平。虽然美国极力打压中国的芯片产业，但是一个完全独立于美国的完整中国芯片产业链正在崛起。

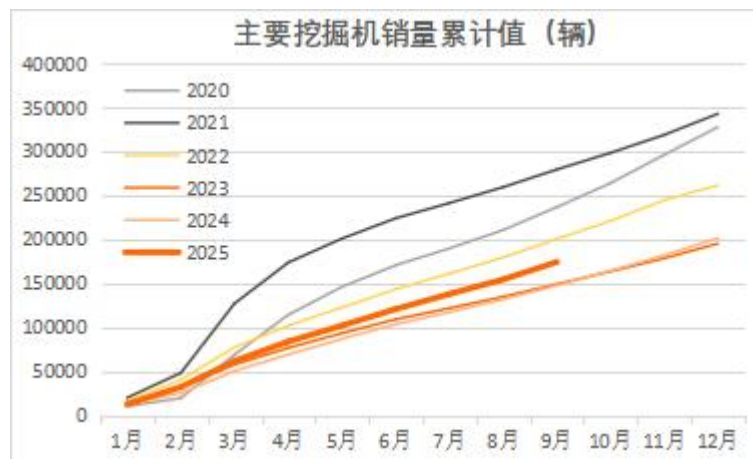
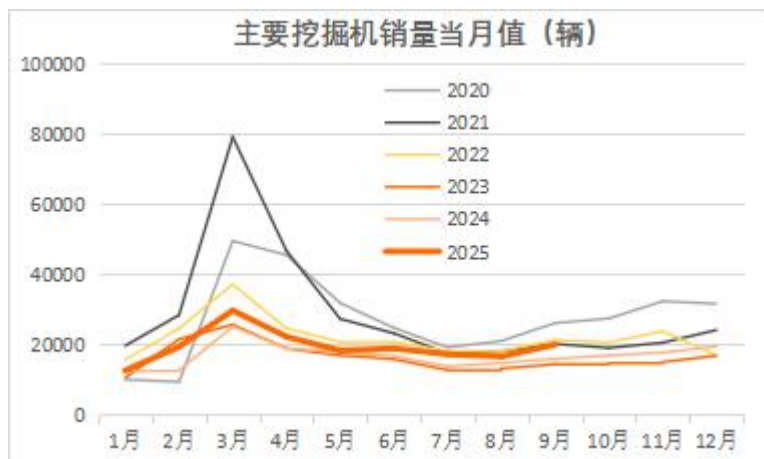
## 2.1.2 汽车产销量增加，出口量已超德日之和



无论是产量、销量以及出口量，今年将继续创新高，是目前重要的亮点之一



## 2.1.2 挖掘机产销量有所好转



挖掘机产销量的上升，主要是低基数的影响，与高峰期相比，仍有较大差距。



投资有风险，入市需谨慎

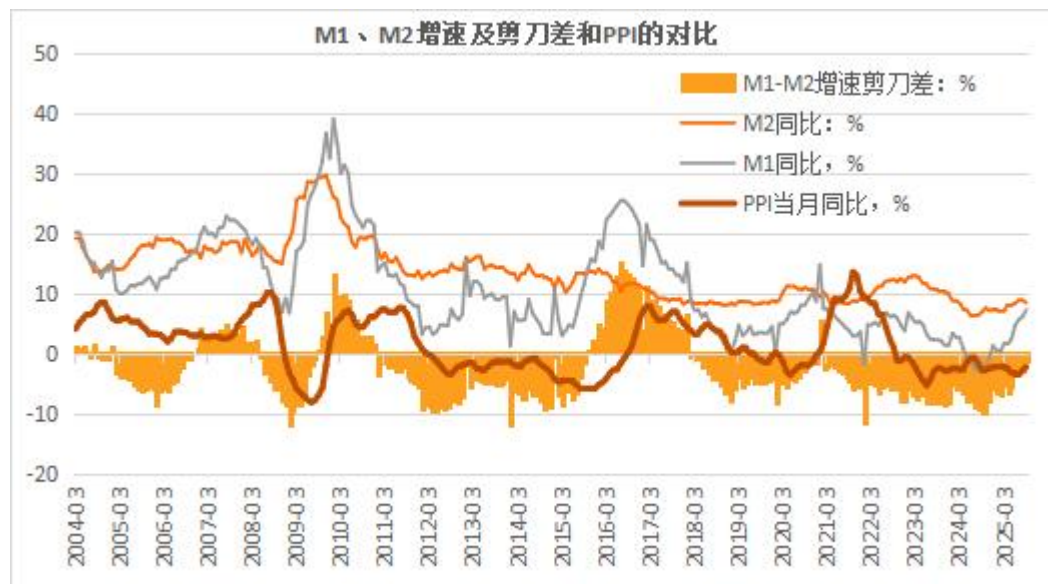
数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

## 2.1.2 规模以上工业企业的盈利环比有所改善



规模以上工业企业利润增速回升。中国1至8月份规模以上工业企业实现利润总额累计同比增速由负转正。另外，规模以上工业企业利润总额8月的同比增速为20%，出现了较大幅度的回升。预计随着“反内卷”政策的落地以及降息的落地，企业利润或多或少将有改善。另外，近半年A股上市公司的盈利已经回归增长。如果后期降息，则盈利改善的空间可能更大。

## 2.1.2 M1增速快速上升，M1-M2剪刀差快速收敛，下行周期总有结束之时



从历史数据看，当M1-M2剪刀差转为正值时，PPI也将跟随转为正值。这也意味着，本轮股市或将伴随着商品的牛市，这与2014-2015的牛市明显不同

“反内卷”也可能是终结PPI下行的重要因素。不过，当前在产能过剩的领域，主要以民营企业为主，落后产能的退出难度更大

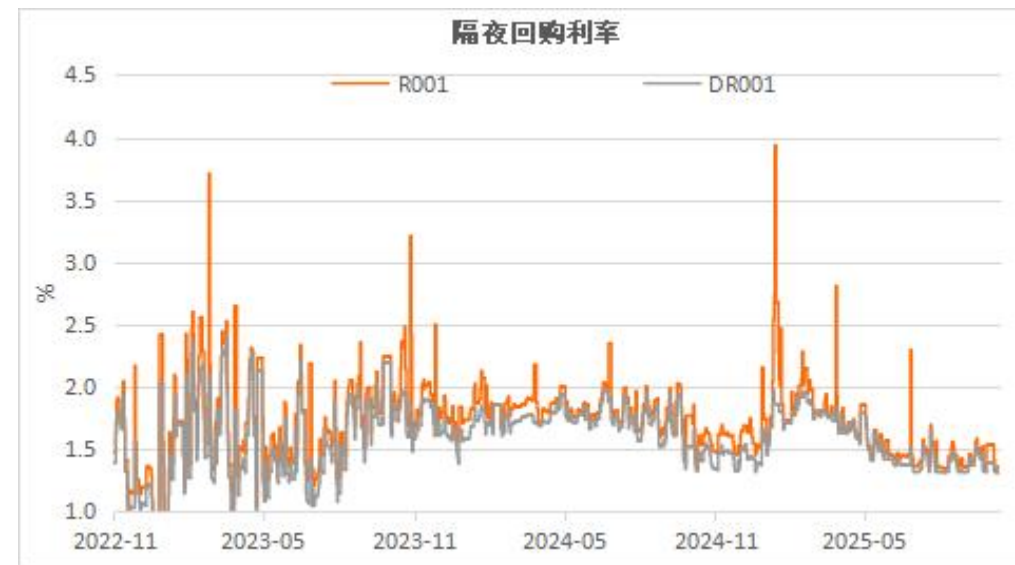
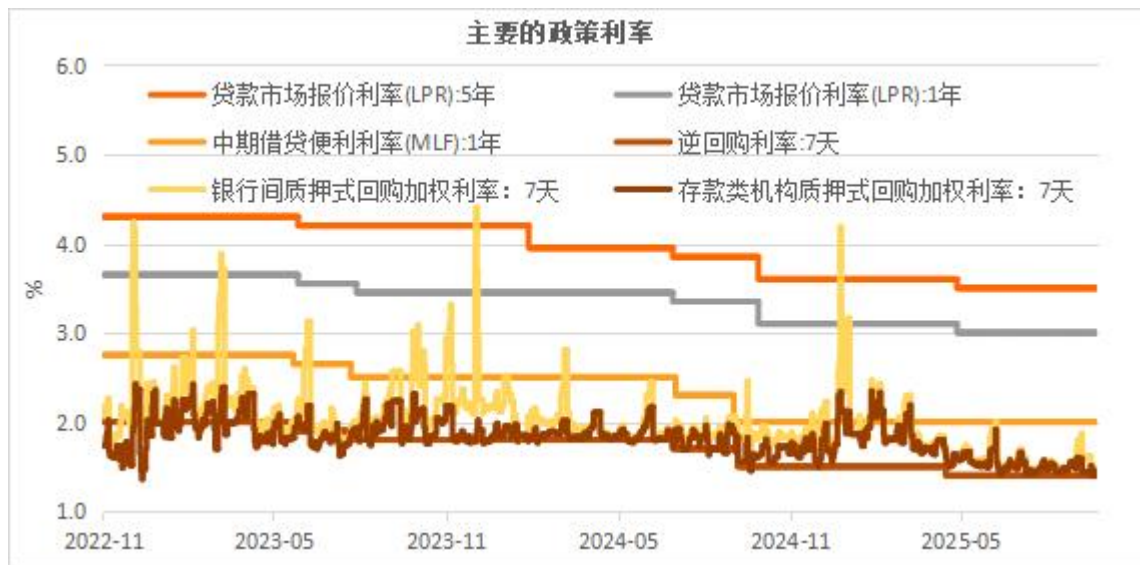
## 2.2.1 宽松的财政政策



政府部门杠杆率相对偏低，仍有加杠杆空间。而且，宽财政的时间预计会较长，不会很快结束

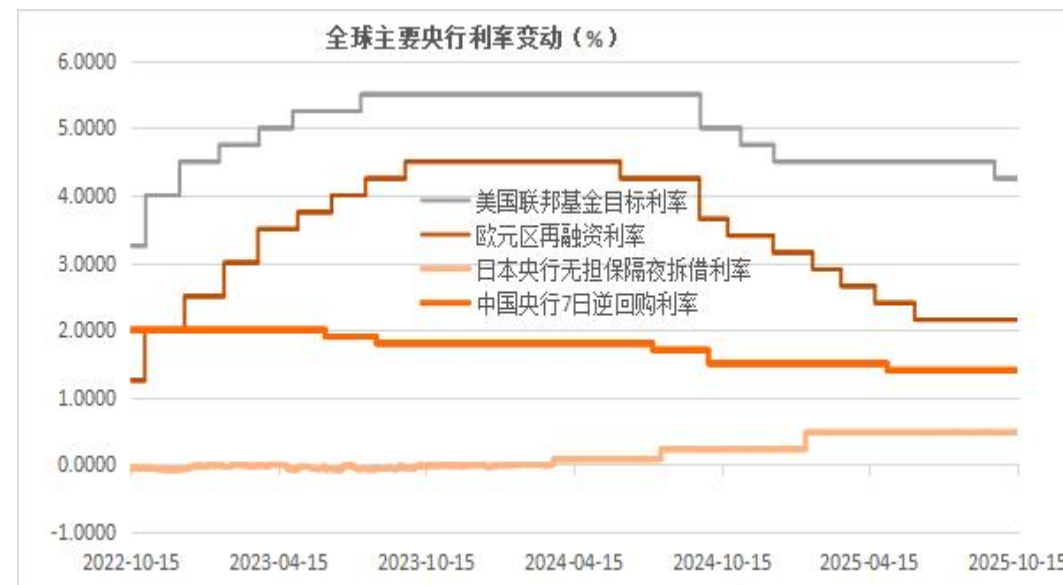
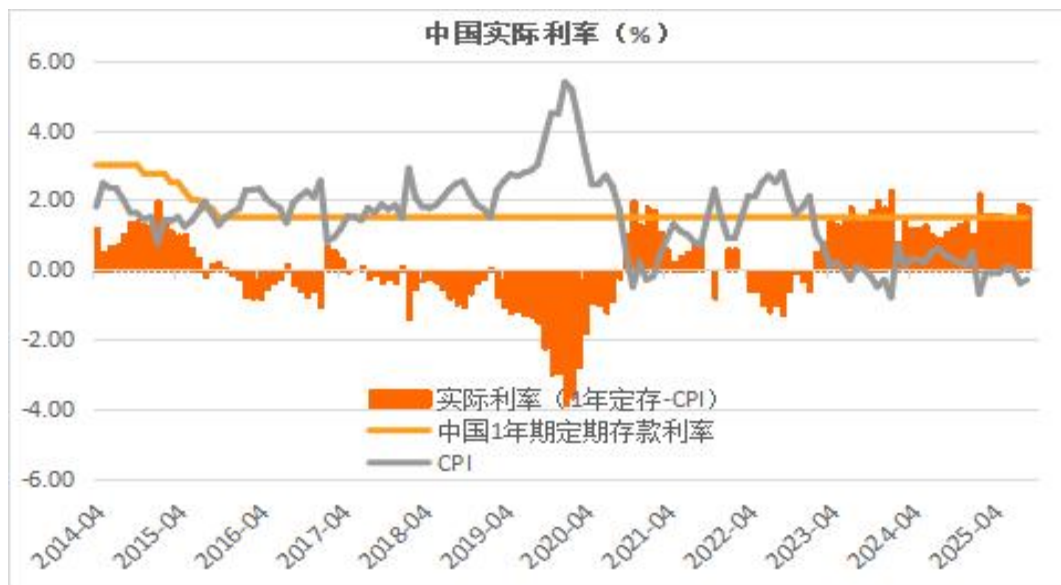
1) 各种消费补贴存在一定的不确定性，但大概率会以某种方式延续；2) 其他措施如加大赤字规模、加大转移支付力度

## 2.2.1 资金面宽松



- 7天期逆回购利率已经在较长时期维持在低位，没有出现明显的波动。资金面宽松将继续，资金利率仍有继续下降的空间。
- 另外，虽然近期资金利率处于低位，且重心在不断下降，但国债期货却持续调整了超过半年时间，说明市场整体的预期出现了非常明显的变化。从债券市场的角度看，市场预期已经出现了重大的扭转。

## 2.2.1 美联储降息为国内降息提供了空间



- 美联储降息25个基点，预计年内仍有两次降息，各降25个基点。国内的商业银行已经下调了存款利率，为央行下调利率准备好了空间。
- 国内的实际利率仍很高，如果考虑PPI同比维持在-3%以下，对企业而言，实际利率更高。
- 8月份，有消息称，中国央行官员咨询了欧洲央行官员关于零利率的问题

## 2.2.2 为什么需要牛市来带动投资和消费？

### ➤ 刺激经济增长

- 牛市能带来财富效应，刺激消费热情，进而拉动内需。内需扩大可推动企业扩大生产规模，增加就业岗位，形成经济发展的良性循环。同时，牛市也能为企业提供充足的资金支持，助力其搞新技术研发、开拓新市场，促进经济高质量发展。

### ➤ 助力经济转型

- 随着房地产市场热度下降，大量资金需要新的投资方向。牛市可以为这些资金提供安全、稳定的投资环境，引导资金流向创新型企业 and 科技产业，推动经济转型升级，支持实体经济持续健康发展。

### ➤ 改善企业融资环境

- 在牛市中，上市公司股价上升，企业通过增发股票、发行债券等方式融资会更加便利，融资成本也会降低，这有利于企业获取更多资金用于扩张和创新，增强企业的竞争力。

### ➤ 缓解债务压力

- 一方面，牛市能够提升国有企业和中字头公司的股价，地方政府可通过减持国有企业股份获得资金来偿还债务。另一方面，通过股市的高流动性，资金在市场中周转，可在一定程度上帮助个人、企业解决债务问题。

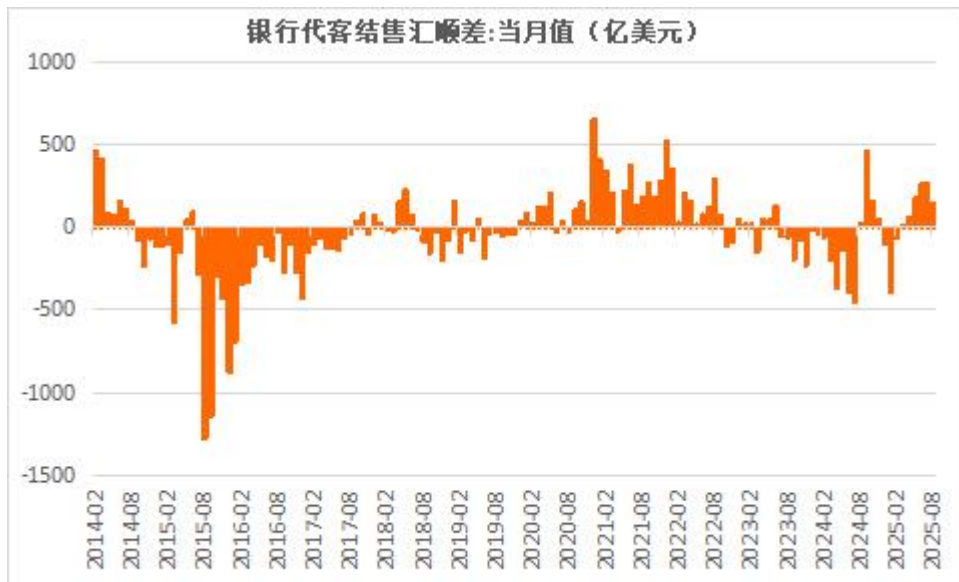
### ➤ 提升国际竞争力

- 一个繁荣的股市是国家经济实力的重要标志，能吸引更多国际资金流入，提升中国在全球经济中的地位，让世界看到中国经济的活力和潜力。同时，企业也能在牛市的助力下，有更多资源投入研发，在全球产业链中迈向更高端位置。

## 2.3.1 技术进步带来的牛市

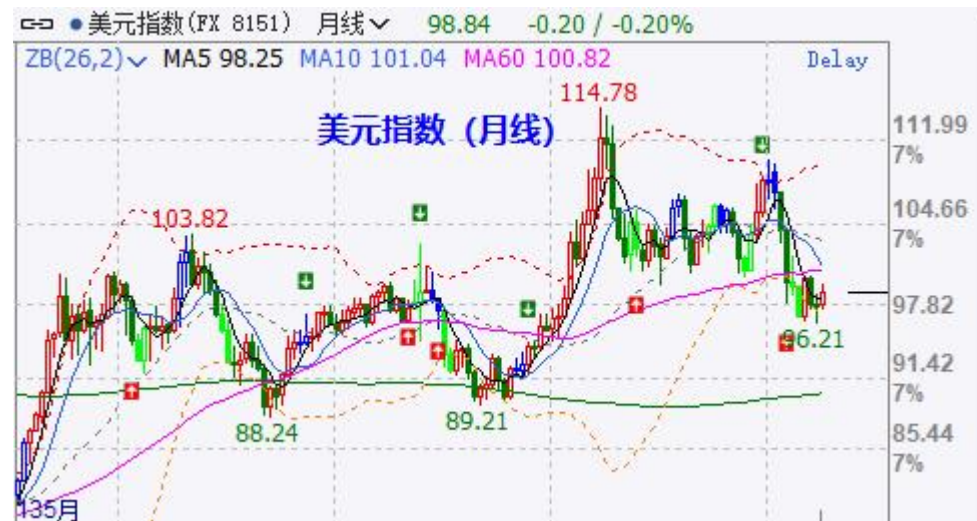
- 以开源的DeepSeek人工智能大模型以及宇树科技为代表的人工智能、机器人技术，可能率先在中国落地应用。
- 芯片产业链：中国成为技术超级大国前的最后一块重要的短板
- 产生的作用：1) 削弱了美国的技术优势；2) 使得美国的投资回报率下降；3) 美国的“七姐妹”还能维持强劲增长吗？
- 中国将诞生越来越多的世界级应用和技术公司
- 低利率环境本身对成长股更友好
- 科技创新是“十五五”的核心。
- 新技术更容易在中国落地

## 2.4.1 美元打开下行空间，银行结售汇转为顺差



一方面因美元贬值压力增大，美股处于纪录高位，回调压力大，而海外投资者对A股的预期改善，在贸易盈余没有出现明显扩大的情况下，结售汇顺差扩大，或主要因海外热钱不断流入所致

而且，一般来说，当结售汇转为顺差时，A股整体走势偏强



投资有风险，入市需谨慎

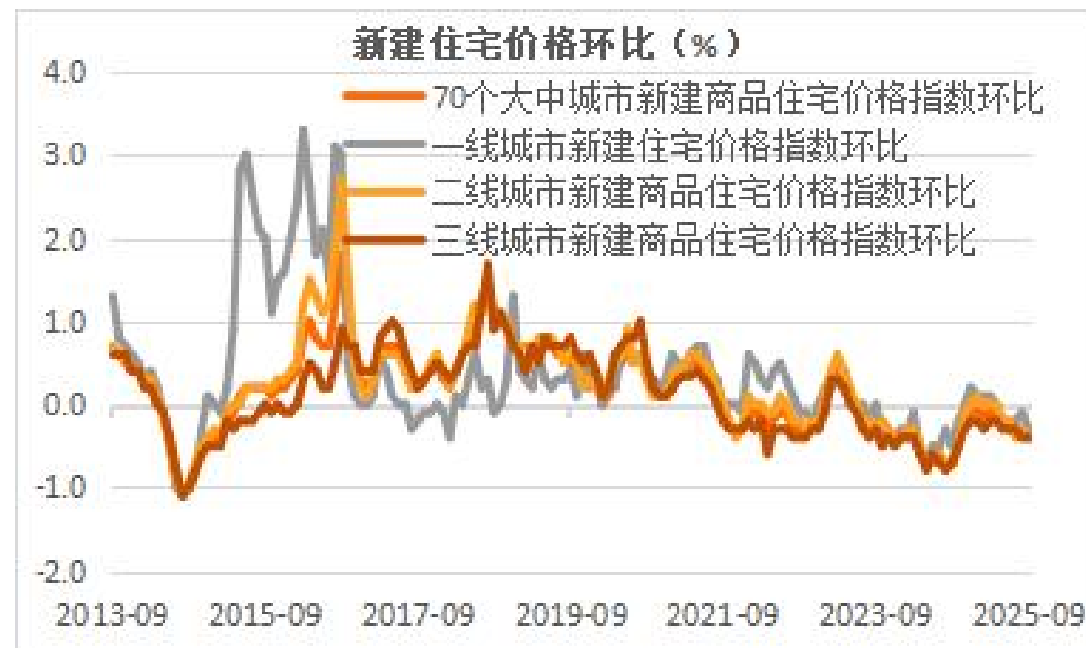
数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

## 2.4.1 人民币升值压力相对更大，海外资金的流入是重要原因



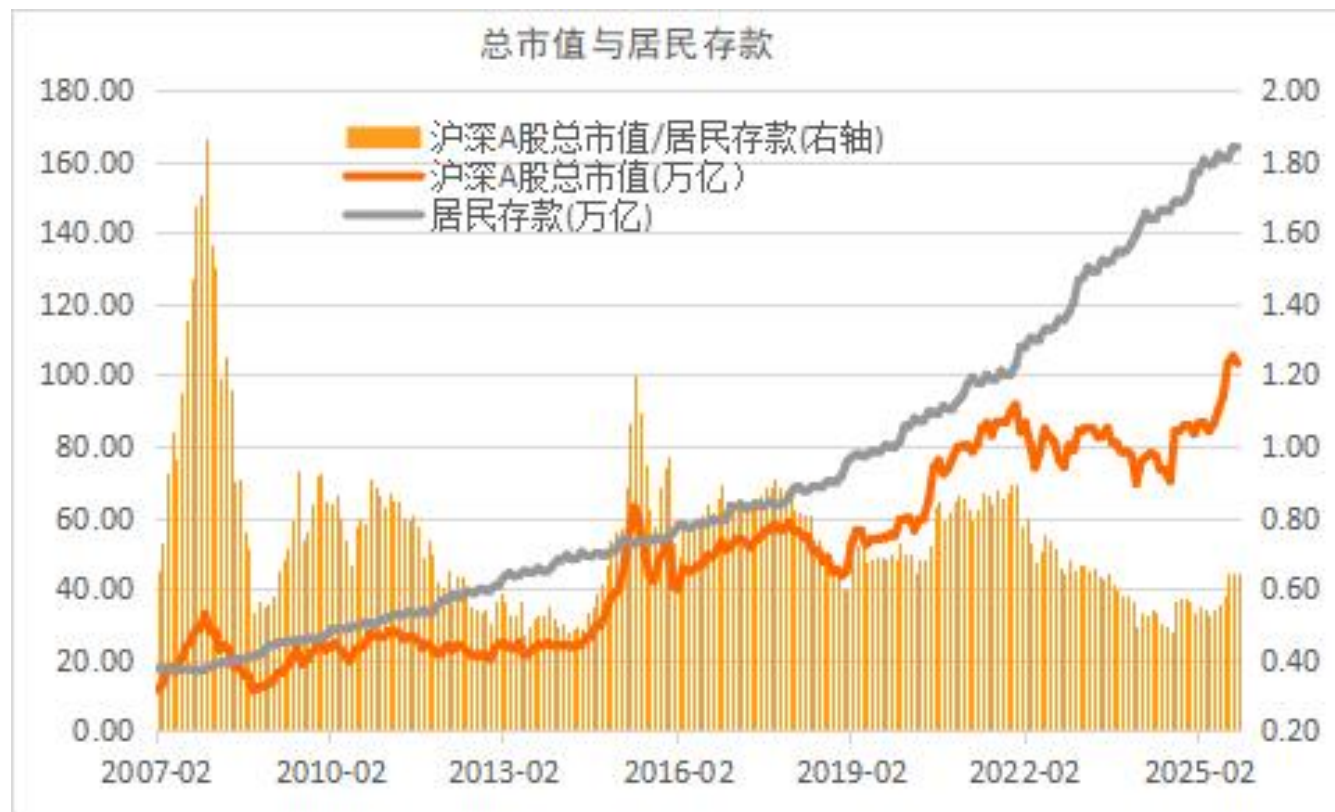
近期海外资金对A股的关注不断上升，预期大股改善，资金在不断流入，造成人民币升值压力比贬值压力大，官方有意控制人民币升值的节奏  
人民币在国际贸易中的份额也在快速增加。

## 2.4.2 能承接巨量流动性的资产只能是股市，“炒房”需求暂时不存在



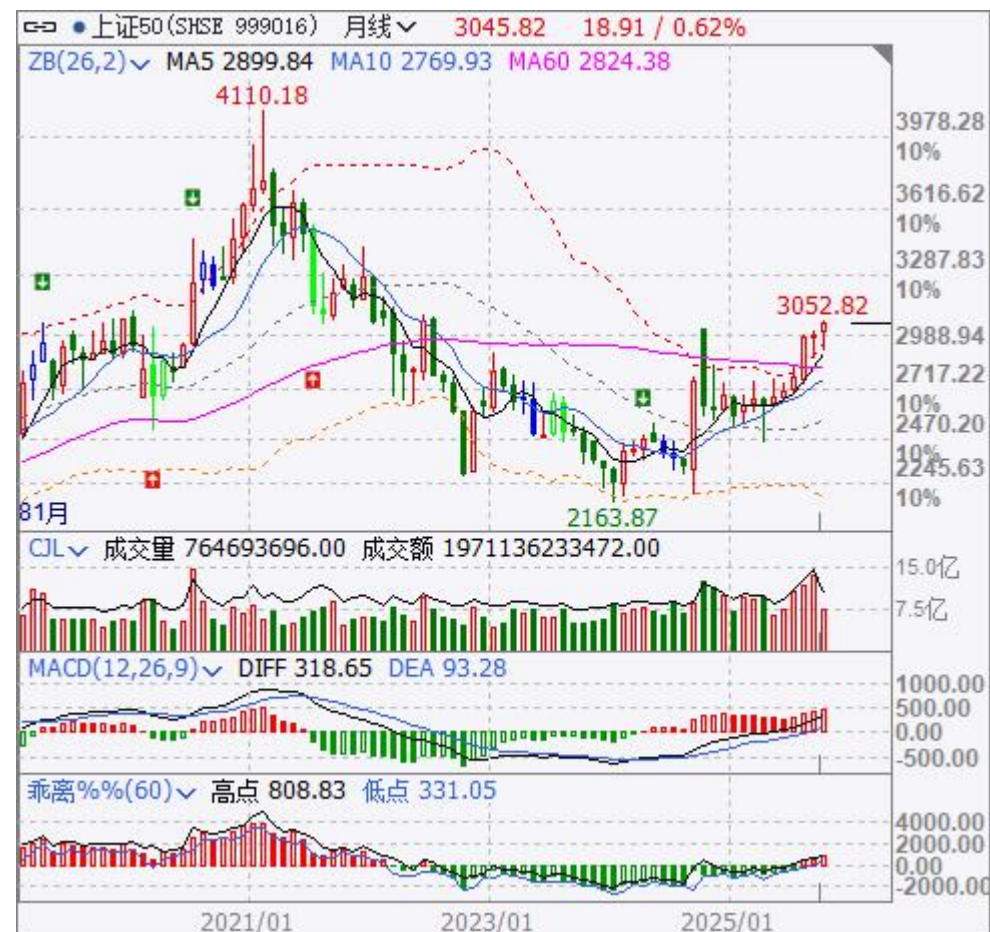
- 反映在建房地产规模的数据已经回到2005-2007年的水平，房价环比继续回落，房地产仍处于筑底过程中。
- 在目前这种大环境下，居民“炒房”的需求几乎不存在。唯一能承接巨量流动性的大类资产只能是股市。
- 以前房地产和宏观经济的相关性很高，以后相关性将变低，甚至在有些时候将是一个比较滞后的变量。也就是说，经济好了，房地产之后才会好，大家挣钱了之后才去买房。之前的状态是，先贷款买房，因为相信未来会更好，收入会增加。
- 这也意味着，在某个时期，房价依然存在报复性上涨的可能。

## 2.4.2 存款搬家仍有空间，指数上方也还有空间



因为居民存款大概率将维持上行趋势。股市的总市值与居民存款的比值尚处于低位，有很大的上行空间。从资产配置的角度来说，居民将资产更多的配置于股市的趋势才刚刚开始

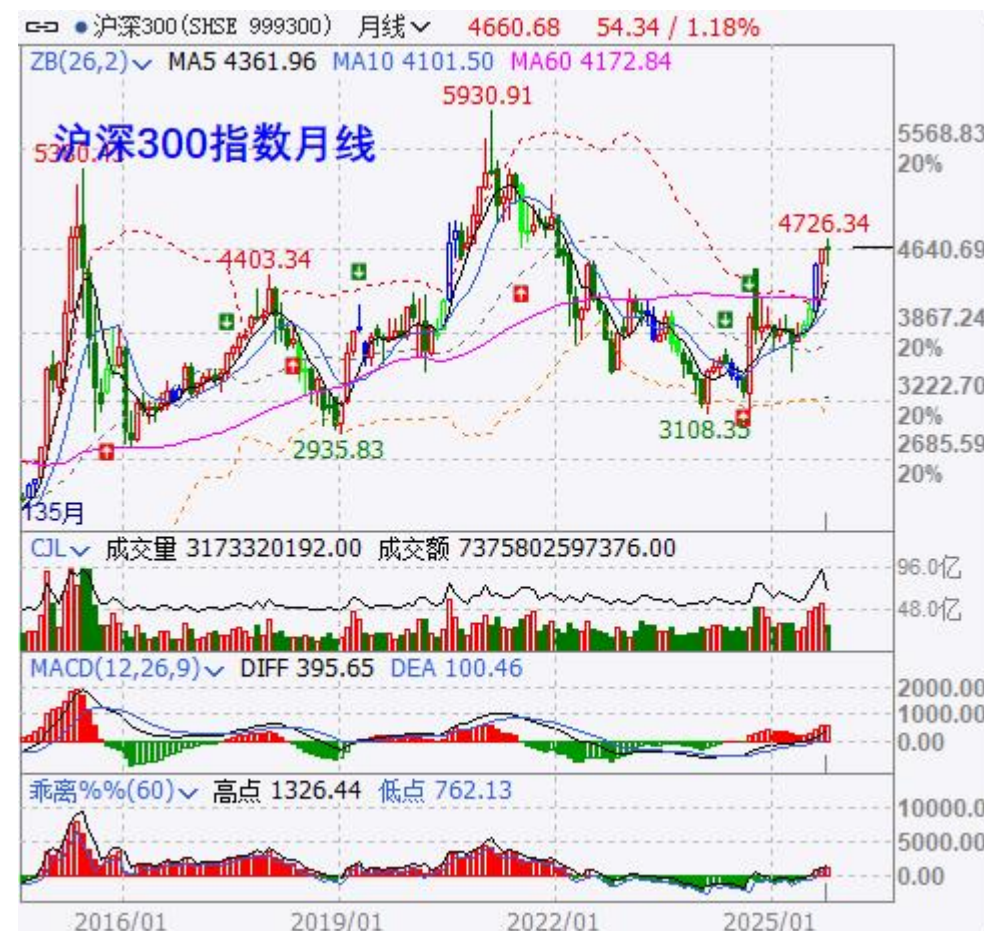
### 3.1 上证50的估值



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

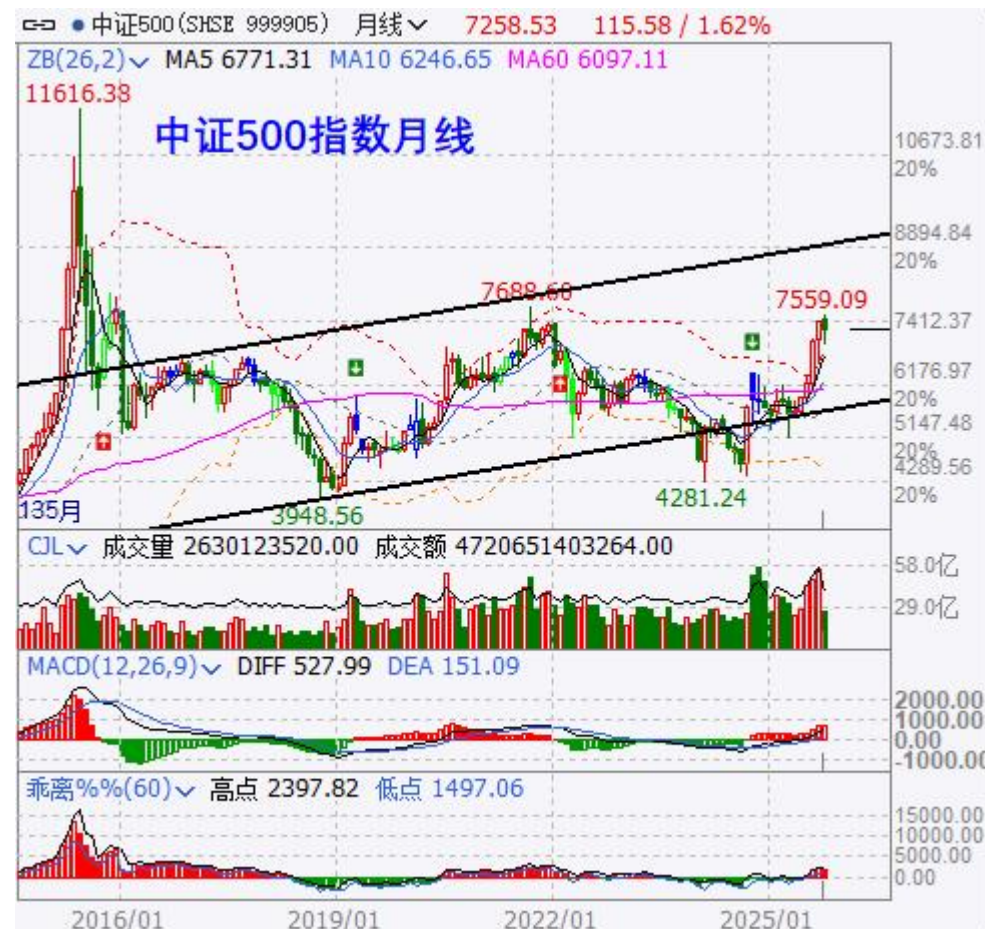
## 3.2 沪深300指数的估值



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

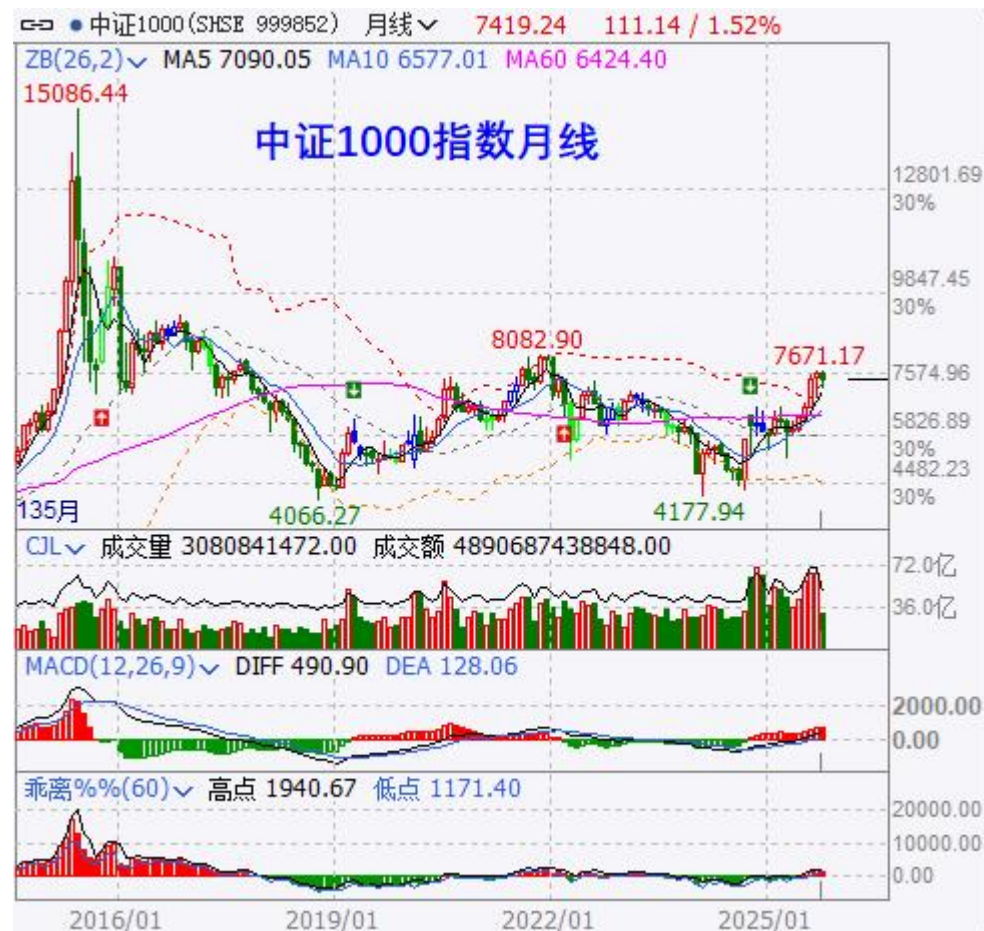
### 3.3 中证500指数的估值



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

### 3.4 中证1000指数的估值



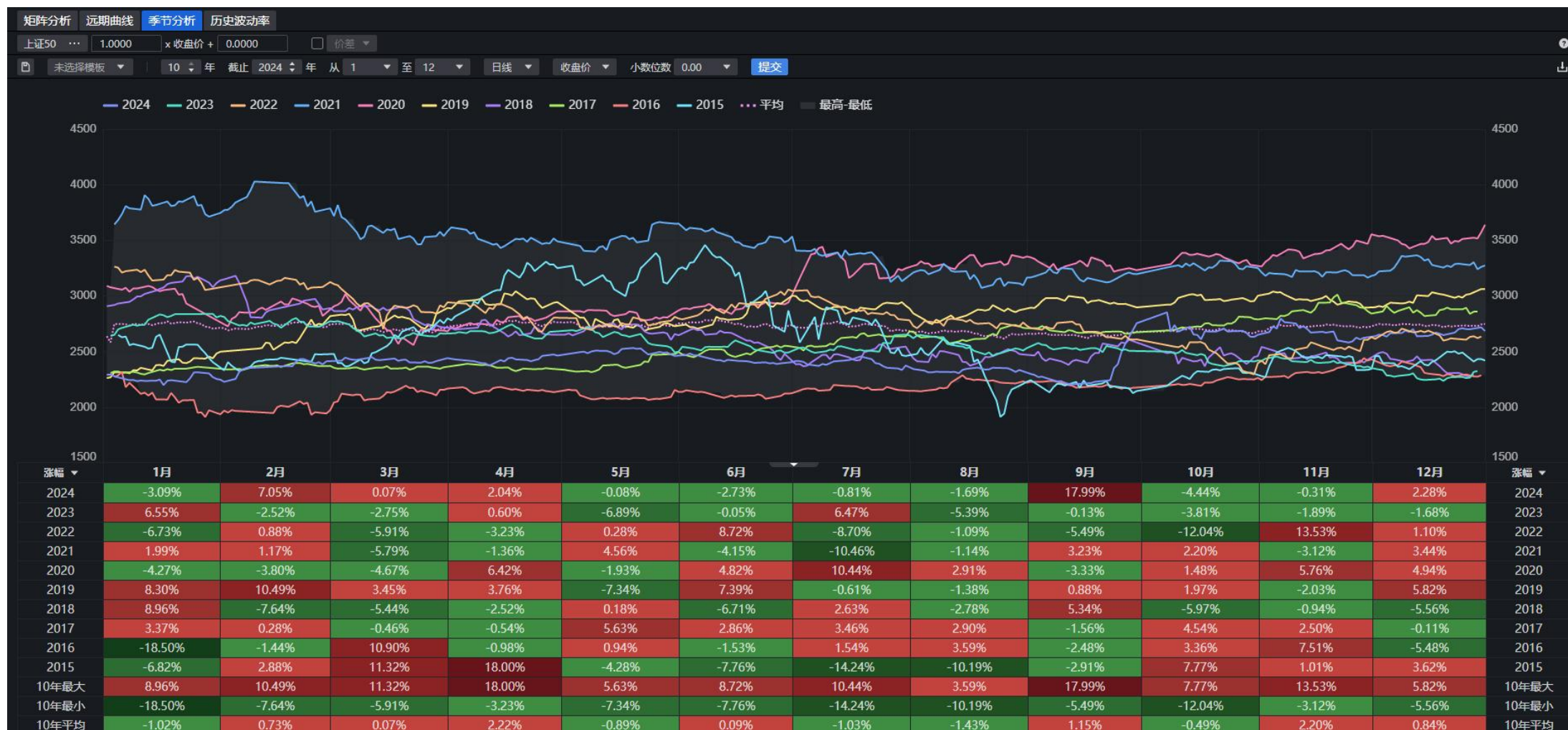
投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

### 3.6 从估值的角度看牛市的阶段

- 整体来看，目前指数位置并不高，但估值处于相对偏高的为主。这主要因为当前宏观经济还处于筑底的过程中，属于周期的底部，企业盈利较差，被动的拉高了估值
- 从技术面来看，指数走出了大的底部震荡。整体来看，目前应该是处于主升浪的前夜，甚至有可能震荡相当长时间才会开启主升浪。如果指数继续上涨且看不到业绩的改善，则容易引发阶段的深度回调，但牛市一般都是在怀疑中成长。
- 企业业绩改善还需要时间，也即“戴维斯双击”还没有开始。虽然过去两年估值大幅上涨，但主要是过度悲观预期修复的过程，和在疯牛阶段的拔估值不一样。本轮牛市中的“双击”哪个先到来还不好确定，个人观点是拔高估值先来，最后才是业绩改善推动指数上涨（或伴随估值的下降）

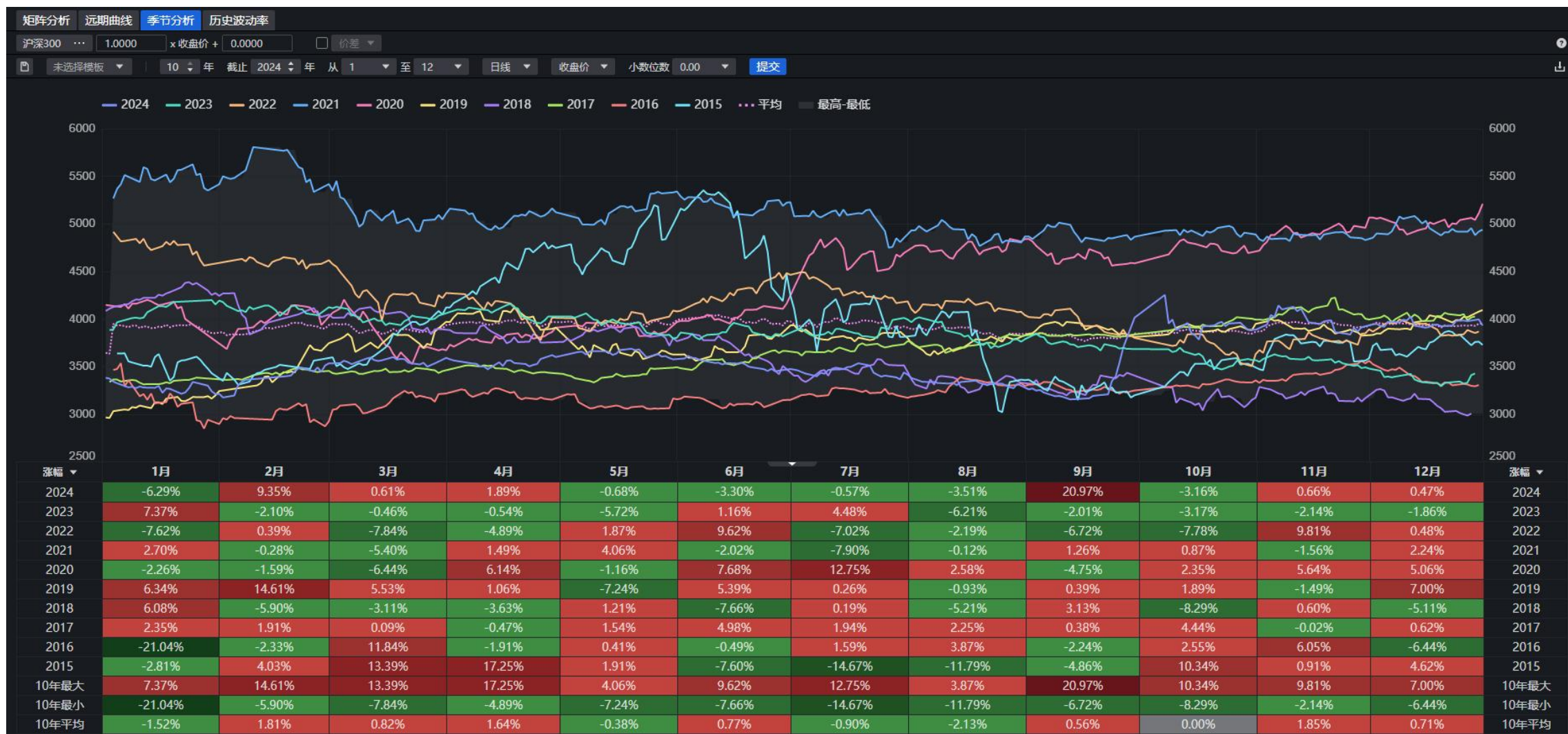
## 4.1 上证50指数的季节性



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

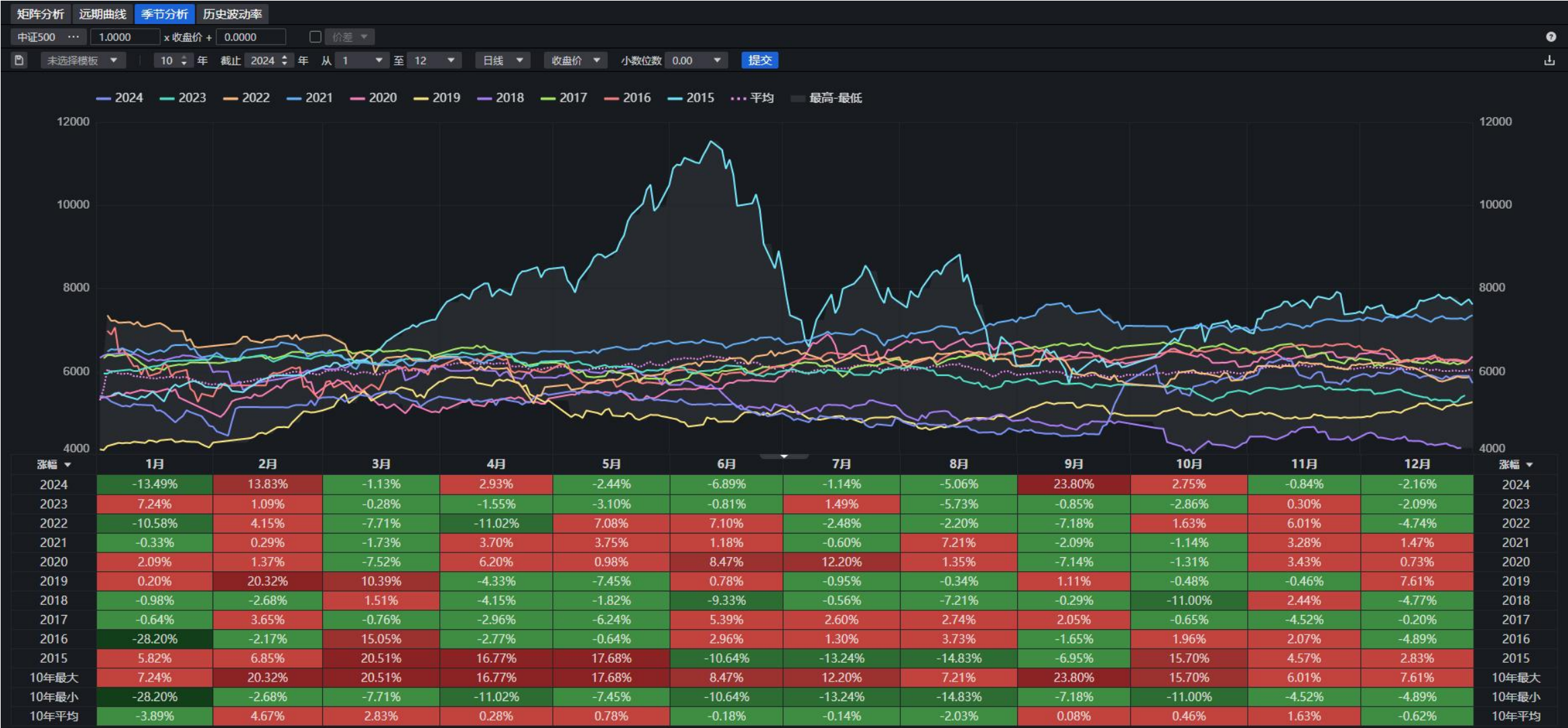
## 4.2 沪深300指数的季节性



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

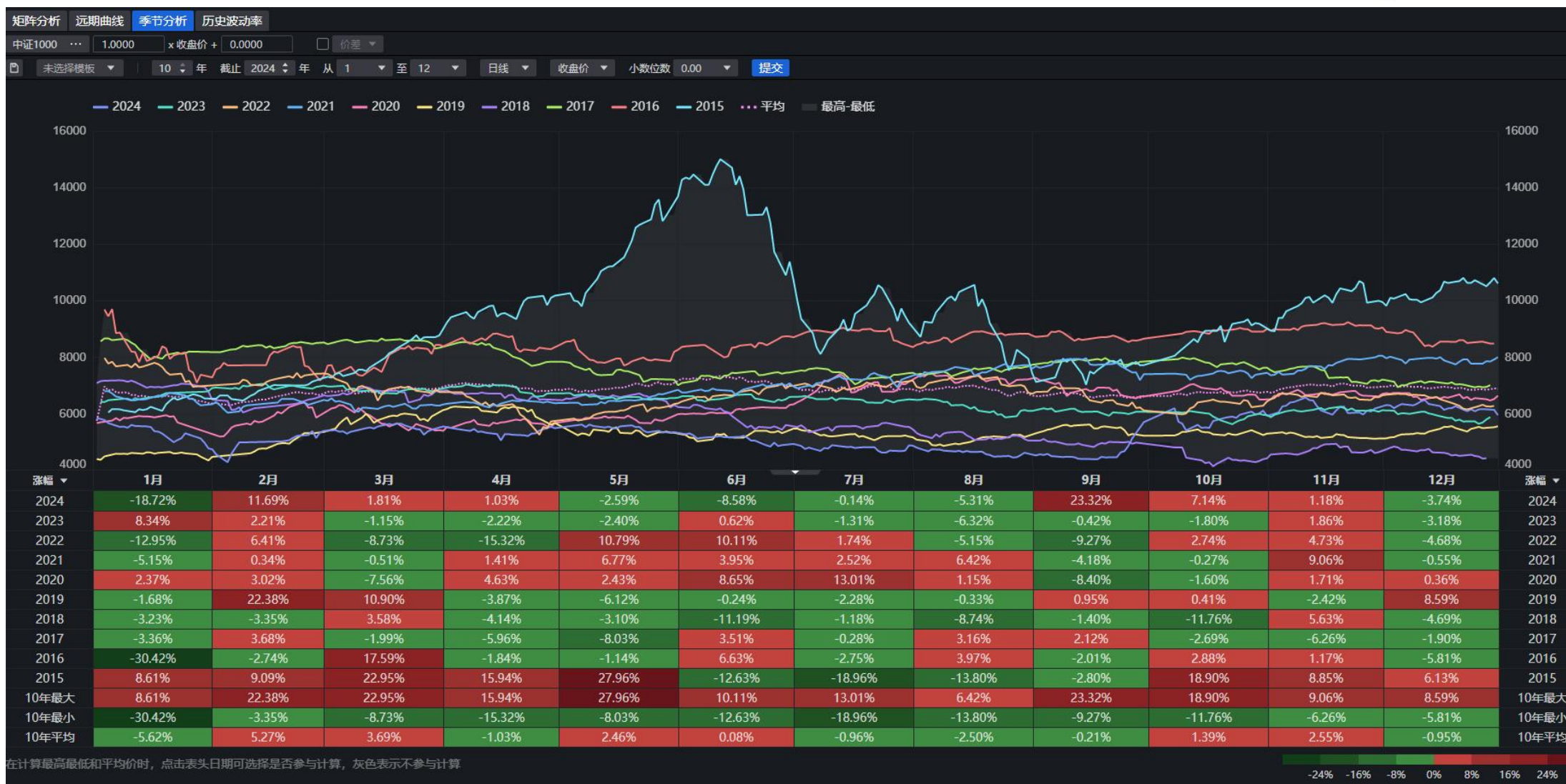
# 4.3 中证500指数的季节性



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFinD、山金期货投资咨询部

## 4.4 中证1000指数的季节性



投资有风险，入市需谨慎

数据来源：iFind、山金期货投资咨询部

## 4.4 从季节性规律看四季度走势

- 指数间分化明显
- 10月有明显调整
- 11-12月继续震荡上行，重心偏向上
- 有时12月也可能伴随基金调仓，造成指数的回落。如果基金的调仓在1月份到来，则指数在12月仍有可能维持上涨。但是年末一般风格会变化，上证50会强于中证500和中证1000期指，主要因年末风格偏向于价值
- 整体上，长期趋势不会改变，中期仍有望继续上涨，但动力减弱，或伴随明显的震荡。年末或明年初风格转换完成后，春节前后仍有望继续上涨。



感谢阅读

投资有风险，入市需谨慎



## 免责声明

本报告由山金期货投资咨询部制作，未获得山金期货有限公司的书面授权，任何人和单位不得对本报告进行任何形式的修改、发布和复制。本报告基于本公司期货研究人员采用可信的公开资料和实地调研资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、建议、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整，报告中的信息或所表达的意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作任何担保。在山金期货有限公司及其研究人员知情的范围内，山金期货有限公司及其期货研究人员以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的产品不存在任何利害关系，同时提醒期货投资者，期市有风险，入市须谨慎。

山金期货官方微信号



投资有风险，入市需谨慎